



2022 年 12 月 26 日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1 号

作者：黄婷莉

• 从业资格编号 F3073548

• 投资咨询编号 Z0015398

邮箱：huangtingli@jinxinqh.com



全球经济周期再错位，股债强弱切换正当时

内容提要

全球经济周期回顾：2022 年全球经济周期呈现明显错位，“海外抗通胀”和“国内稳增长”的主线下内外政策周期明显分化。美国通胀超预期上行推动美联储加息进程加快，而俄乌冲突则加剧了全球的供应链问题，全球滞胀逻辑和比差逻辑由此形成。而国内今年则是稳增长主线遭遇经济复苏梗阻，内外多重扰动下经济循环受阻，经济结构呈现“政策驱动强+内生动力弱”特点。新旧动能切换的阶段，高度依赖房地产的旧经济和债务驱动正在慢慢弱化，而新动能尚未形成对冲力量，微观主体活力和信心不足下，经济阶段性下行压力显现。

经济远景目标、地方财政以及外需回落压力均急需经济增长条件的打开：1) 2035 年远景目标蕴含增速底线要求；2) 财政收入压力叠加地方债务率上升，需要增长条件的打开；3) 外需快速回落的背景下亟需扩大内需战略对冲。随着二十大报告再次提出“扩大内需战略”，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，稳增长政策预期持续增强。

国内经济有望度过压力峰值：2023 年，随着国内疫情防控约束逐步打开以及扩内需战略的出台，拖累今年经济下行的两大因素消费和地产有望企稳，低基数+地产底部企稳对经济拖累减轻+消费、基建对冲出口下行，国内经济大概率正在度过压力峰值，明年经济增速有望向 5-5.5% 回归。不过短期国内宏观“强预期”和“弱现实”的背离仍在加大，预计经济仍处在 1-2 个季度的磨底期，短期对经济基本面不乐观，中期对经济修复不悲观。从经济结构来看，1) 防疫优化路径下消费修复约束打开；2) 地产底部企稳对经济拖累减轻，销售可能实现低位短期均衡；3) 基建投资仍有韧性，但高基数和资金来源的约束下或略弱于今年；4) 外需回落速度仍是不确定性。

美联储加息拐点仍是博弈重心：2023 年，欧美经济衰退将从预期变为现实，对于美联储加息何时停止将是核心关注点，美联储货币政策取决于通胀和就业的回落顺序和程度。我们认为当前美联储已进入紧缩的最后阶段，通胀拐点确认，但以劳工价格为基石的核心服务业通胀粘性仍然较强，强劲的劳动力市场与较高的职位空缺意味着短期失业率不会快速反转。美联储加息预期放缓但并未逆转，确定加息结束仍为时过早，不过全球流动性拐点有望在上半年度过压力峰值。

全球经济周期再错位，股债强弱转换正当时：明年全球经济周期继续错位，

请务必仔细阅读正文之后的声明

国内经济大概率正在度过压力峰值，而海外欧美经济衰退正在从预期变为现实，全球流动性拐点逐步确认，预计经济增速中国>美国>欧洲。1) 宏观组合对中国的资产价格相对有利，国内“衰退后期”向“复苏前期”过渡分别对应风险偏好提振和业绩盈利驱动，流动性压力减轻下有利于释放资产估值压力，同时中国经济占优的结构也有利于我国的跨境资金流动。2023 年股市中枢抬升，股市估值修复、盈利起舞都有期待，但疫后复苏进程决定市场节奏，风格结构切换仍有待国内外宏观主线的变化。2) 随着经济修复预期+财政供给压力+资金面中性回归，利率中枢预计小幅抬升，债市波动加剧。不过经济复苏节奏预计仍偏缓慢，经济潜在增速下降，利率上限或难实质超过 2020 年之前 3.1%的水平。3) 全球需求走弱下商品整体趋势不佳，但中国防疫优化+地产支持政策加码，中国需求有望在一定程度上对冲海外需求下行压力，低库存背景下部分商品价格可能具有一定的向上弹性。

风险提示

国内疫情形势超预期、通胀超预期风险、海外衰退压力超预期、地缘政治风险超预期

目录

一、	全球经济周期回顾.....	4
1.	2022 年海外的三个关键词：高通胀、美联储加息、俄乌冲突.....	4
2.	2022 年国内稳增长主线遭遇经济复苏梗阻.....	5
二、	经济增长条件亟需打开.....	6
1.	2035 年远景目标蕴含增速底线要求.....	6
2.	财政收入压力叠加地方债务率上升，需要增长条件的打开.....	7
3.	外需快速回落的背景下亟需扩大内需战略对冲.....	8
三、	国内经济有望度过压力峰值.....	9
1.	防疫优化路径下消费修复约束打开.....	10
2.	地产底部企稳对经济拖累减轻.....	12
3.	基建投资高位略有放缓.....	17
4.	外需回落速度仍是不确定性.....	19
四、	美联储加息拐点仍是博弈重心.....	21
1.	2023 年欧美经济衰退从预期变为现实.....	21
2.	美联储紧缩预期弱化，但核心服务通胀粘性仍存确定性.....	23
3.	美联储进入紧缩的最后阶段但暂未逆转.....	25
五、	资产再定价.....	26
1.	2023 年宏观组合有利于国内权益资产.....	27
2.	利率中枢小幅抬升，波动加剧.....	29
3.	大宗商品供需双弱，关注低库存支撑的机会.....	31
六、	风险提示.....	31
	重要声明.....	32

一、全球经济周期回顾

1. 2022 年海外的三个关键词：高通胀、美联储加息、俄乌冲突

2022 年全球经济周期呈现明显错位，“海外抗通胀”和“国内稳增长”的主线下内外政策周期明显分化，通胀超预期上行推动美联储加息进程加快，而俄乌冲突则加剧了全球的供应链问题，全球滞胀逻辑和比差逻辑由此形成。而这也正是国内出口“减速+韧性”的由来，外需回落叠加供应链优势并存。

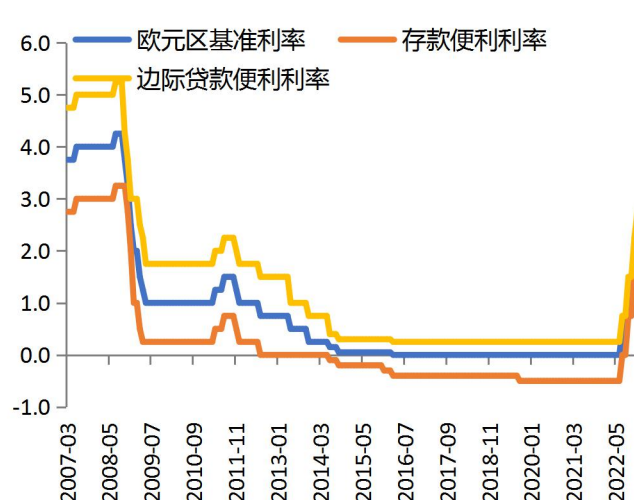
- 1) 本轮海外通胀超预期的成因主要受到供需缺口以及政策因素的推动：①供给端受到航运瓶颈+劳动力短缺+俄乌冲突等冲击，全球供应链受阻下供给修复较慢，尤其是俄乌冲突则加剧了全球供应链的问题，进一步推升全球通胀和企业成本上行压力；②需求端受 MMT 对居民购买力推升的影响，总需求快速扩张；③美联储滞后周期加息，低估通胀的韧性，超宽松货币政策对通胀上行形成滞后影响。
- 2) 几十年未见的高通胀加快了本轮美联储缩表加息的节奏，远快于以往的加息进程加剧了经济衰退风险和全球流动性的收缩。美联储加息一方面从全球流动性和估值角度施压资产价格，另一方面快速的紧缩节奏也使得全球经济衰退风险升温，需求端回落压力加大。

图 1：美联储滞后周期加息加快本轮加息节奏（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 2：欧元区加息节奏同样加快（%）



资料来源：Wind，优财研究院

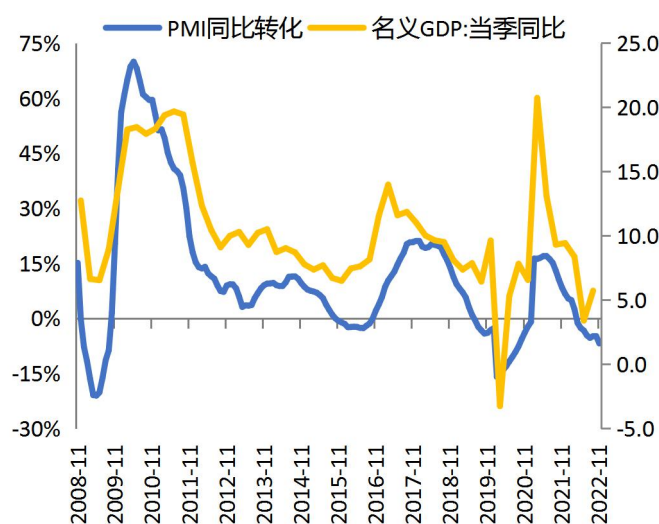
2. 2022 年国内稳增长主线遭遇经济复苏梗阻

而国内今年则是稳增长主线遭遇经济复苏梗阻，内外多重扰动下经济循环受阻，经济结构呈现“政策驱动强+内生动力弱”特点。新旧动能切换的阶段，高度依赖房地产的旧经济和债务驱动正在慢慢弱化，而新动能尚未形成对冲力量，微观主体活力和信心不足下，经济阶段性下行压力显现。

全球经济周期走弱，叠加国内疫情防控、地产周期下行和风波扰动，微观主体在多重不确定性下活力不足，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力下经济面临阶段性下行压力，外需和逆周期是亮点，地产和消费拖累显著。

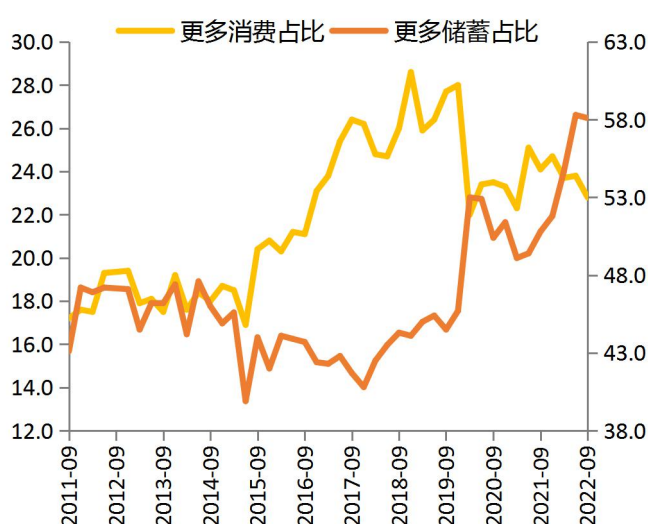
微观主体信心和活力不足仍是主要制约：1）企业预期弱，订单不足+成本压力下，实体信贷需求不足，资本开支意愿走低，招工需求随即走弱；2）因此居民就业收入压力加大，预期走弱下预防性储蓄走高+消费场景约束，消费和买房弱。

图 3：宏观主线叠加扰动下经济下行压力加大（%）



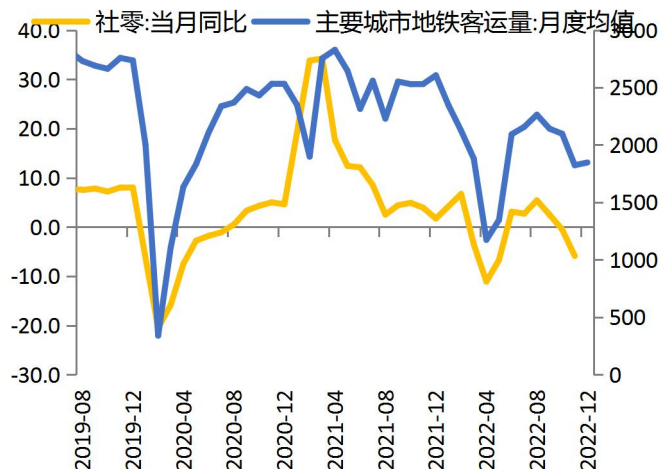
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：预期走弱下预防性储蓄走高（%）



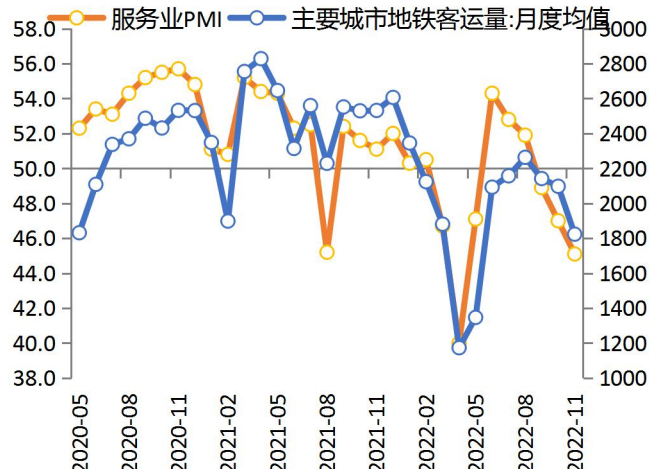
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：居民生活半径约束下消费走弱（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 6：居民活动走弱约束服务业修复（%）



资料来源：Wind，优财研究院

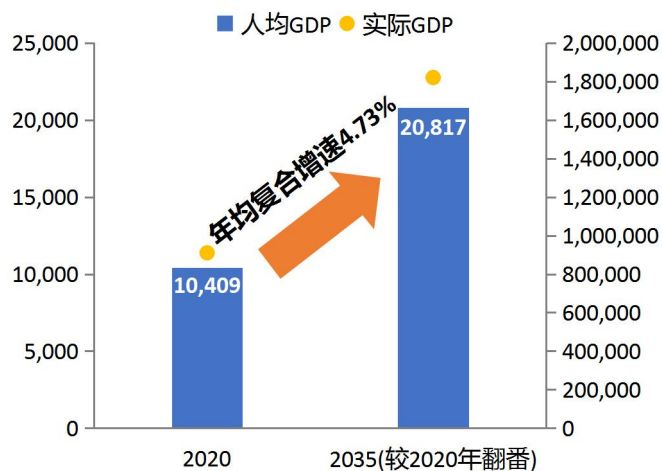
二、经济增长条件亟需打开

2035 年经济远景目标蕴含的增速底线要求、地方财政压力以及外需回落，均急需增长条件的打开，二十大报告再次提出“扩大内需战略”，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，稳增长政策预期持续增强。

1. 2035 年远景目标蕴含增速底线要求

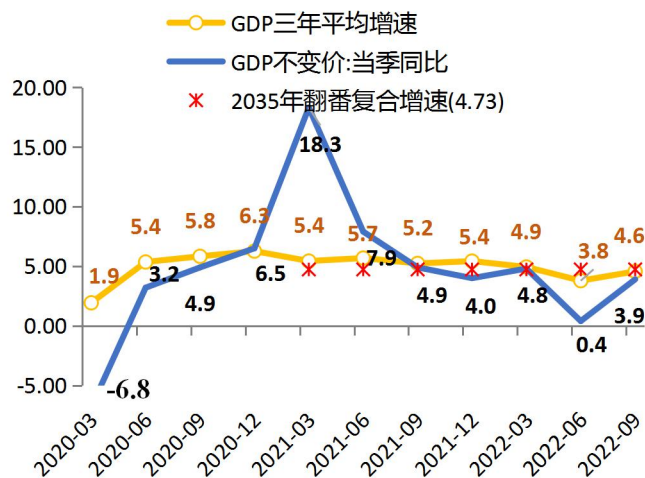
二十大报告指出，从 2020 年到 2035 年，基本实现社会主义现代化，人均国内生产总值迈上新的大台阶，达到中等发达国家水平。如果按“目前中等发达国家人均国内生产总值在 2 万美元以上”以及过去十年高收入国家人均 GDP 增长率计算，2035 年国内人均 GDP 需达到约 2.3 万美元左右，较 2020 年的 1.04 万美元大约翻一番。以此推算，2020-2035 年十五年年均复合增长率不能低于 4.73%，而三季度经济增速已降至增长底线之下（3.9%），经济增速底线要求下稳增长政策亟需加力。而从海外经济体表现来看，在赶超战略下，经济增长中枢也将面临逐步下台阶的过程，因此第一个五年中经济增长需保持更高的增速。

图 7：人均 GDP 翻番需要年均增速不低于 4.7（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 8：三季度经济增速已低于远景目标增速（%）

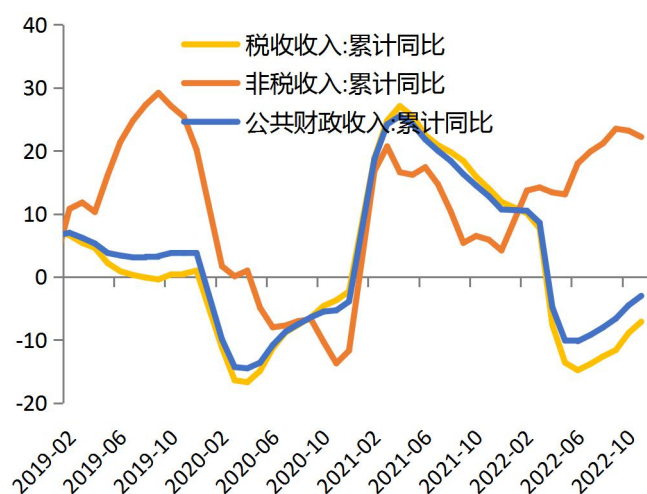


资料来源：Wind，优财研究院

2. 财政收入压力叠加地方债务率上升，需要增长条件的打开

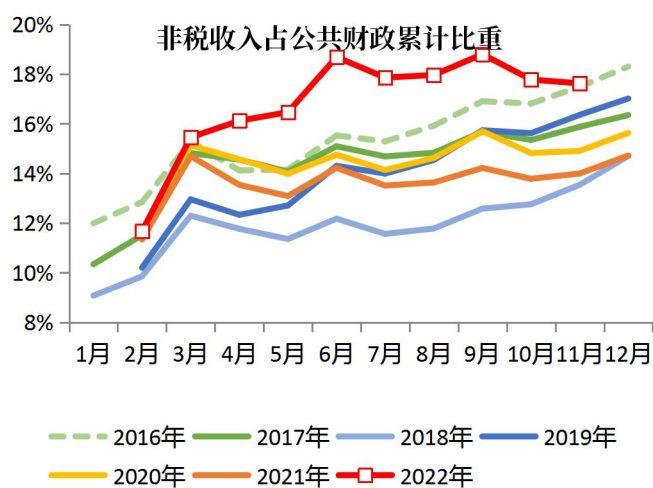
一方面，受疫情防控和经济下行影响，2022 年财政被动增支减收，而非税收入增速显著高于公共财政收入增速，非税收入占狭义财政收入比重也持续保持近十年来最高位。而由于非税收入主要来自于地方盘活闲置资产，以及原油价格上涨带来的特别收益金专项收入等，并不具备可持续性，经济动能偏弱下财政收入压力较大。

图 9：非税收入增速显著高于公共财政收入（%）



资料来源：Wind，优财研究院

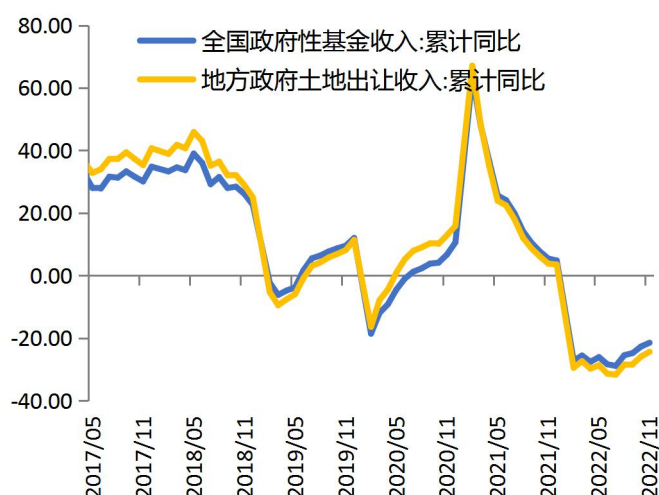
图 10：非税收入占比保持近十年来最高位（%）



资料来源：Wind，优财研究院

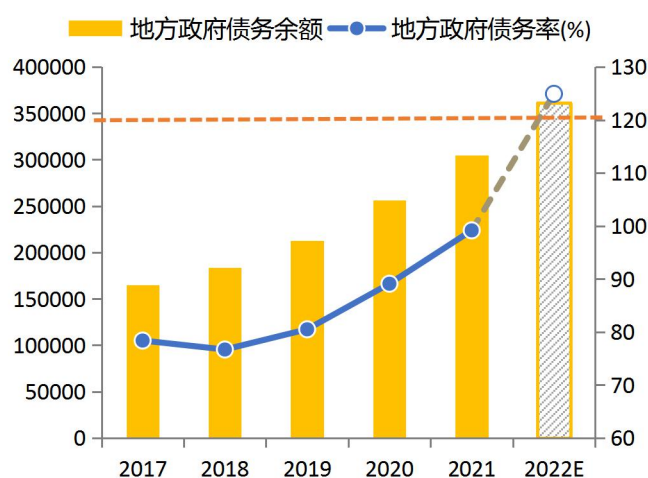
另一方面，受地产周期性下行影响，今年土地出让收入大幅下滑，1-11 月全国政府性基金收入同比增长-21.5%，广义财政收入压力加大。且财政部 126 号文强调“不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入”也约束土地出让收入，明年政府性基金收入仍面临较大的缺口。在此背景下我们测算的地方政府债务率也快速走高，预计 2022 年或升破 120%的警戒线，在债务余额不断走高下仍需打开经济增长条件，经济增速和财政收入的上升有利于债务率的降低。

图 11: 土地出让收入下滑制约政府性基金收入 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 地方政府债务率或升破 120%的警戒线 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

3. 外需快速回落的背景下亟需扩大内需战略对冲

二十大报告提出“扩大内需战略”、“实施扩大内需战略是应对外部冲击、稳定经济运行的有效途径”。回顾往轮“扩大内需战略”，无论是 1998 年亚洲金融危机，还是

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50651

